

/cip-trading.com

CIP TRADING SERVICES | Research

Weekly #83

Diego Crochi
Martín Mattiazzi
Mateo Carrasco
Juan Ignacio Natale

Info@cip-trading.com



La otra cara del superávit comercial

El robusto desempeño del sector externo acaparó la atención de los últimos días. El superávit comercial de marzo escaló a USD 2.523 MM, marcando el mayor registro para un mes de marzo desde 2002. Este saldo se explica por exportaciones que treparon un 30,1% YoY (+25,3% en cantidades y +3,9% en precios; +19,8% m/m s.e.), frente a importaciones que apenas avanzaron un 1,7% YoY (-3,7% en cantidades y +5,8% en precios; +0,4% m/m s.e.).



Ideas principales

- » El saldo externo acumulado del primer trimestre es el más alto de los últimos años, incluso superando 2024, cuando el FX promedio a precios de hoy era de \$ 1.850.
- » Mientras que las exportaciones muestran una excelente dinámica, las importaciones se mantienen rezagadas, anticipando el estancamiento de la actividad (industria, construcción, comercio)
- » La actividad excluyendo agro y minería cayó 2,2% m/m s.e. Mientras que el ICC de abril muestra un deterioro en las expectativas.
- » Creemos que hay fundamentos para rotar las posiciones de *carry trade* hacia alternativas dolarizadas. Nuestros top-picks son AO28 y AN29.
- » Para perfiles más agresivos en moneda local, elegimos Boncer del tramo largo como TZXS28, TZXS8 o DICP

Este resultado cobra mayor relevancia si consideramos que aún no refleja el impacto total del alza internacional del crudo (dado el rezago de hasta 45 días en las operaciones aduaneras). Así, el saldo comercial acumulado alcanzó su nivel más alto de la última década, superando incluso los registros de 2024, un hito destacable teniendo en cuenta que el Tipo de Cambio Real (TCR) promedio del primer cuatrimestre de este año se ubica en \$1.450, frente a los \$1.850 de aquel entonces, y de la normalización del flujo de comercio exterior (ya no hay calendarización de importaciones; ver Gráfico 1).

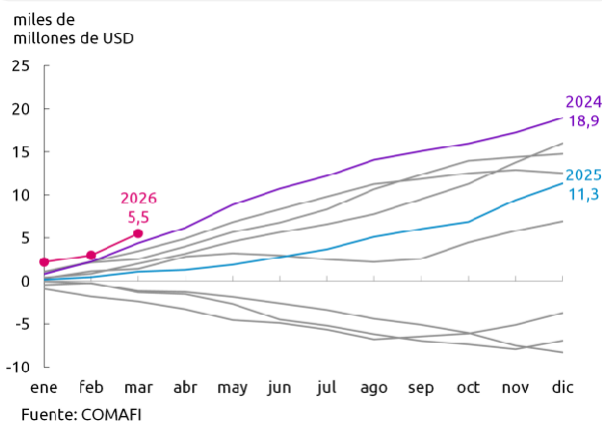
No obstante, la otra cara de este holgado superávit externo es la marcada parálisis de las importaciones, síntoma de una actividad económica que exhibe señales de estancamiento cuando se aíslan los sectores transables. En febrero, el EMAE registró una contracción del 2,6% m/m s.e., la mayor caída mensual desde diciembre de 2023. Excluyendo el agro y la minería, la retracción fue del 2,2% m/m s.e. ver (Gráfico 2). En términos interanuales, el nivel general cedió un 2,1%, dejando un arrastre estadístico negativo del -0,2% para 2026.

Este bajo dinamismo en los sectores mano de obra-intensivos encuentra su correlato directo en el deterioro de los ingresos. El salario real del sector privado registrado encadenó su sexto mes consecutivo a la baja en febrero (+1,6% nominal frente a una inflación del 2,9%), erosionándose un 3,6% desde noviembre de 2023. El sector público evidencia un castigo aún mayor: caídas reales del 37,2% a nivel nacional y 10,3% provincial durante la actual administración.

La caída de los salarios reales y una potencial suba del desempleo podrían afectar la imagen del Gobierno. En efecto, en abril la Confianza en el Consumidor (ICC) evidenció una caída del 5,7%. El índice, que intenta capturar la percepción de la situación económica de los individuos, acumula una baja del 15% desde enero, el nivel más bajo desde sep-24.

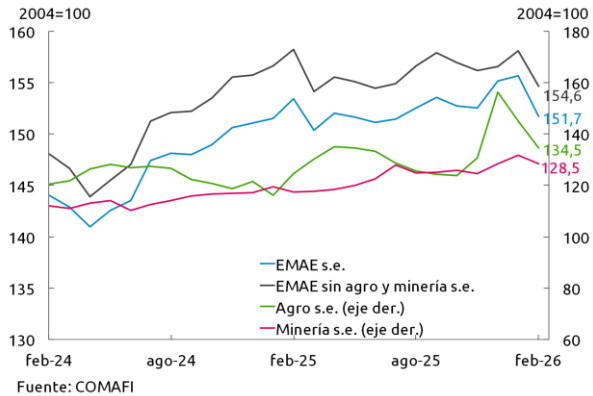
En la distinción por regiones, desde ene-26 CABA presenta una caída de 20%, GBA de 15,5%, mientras que el interior, el subíndice más alto de los tres y el que mayor caída presentó en el último mes, cayó 11,5%. Además, se destaca que desde enero las Condiciones

Gráfico 1 | Balance comercial de bienes acumulado



Presentes se deterioran en 17,6%, mientras que las Expectativas cayeron 13%.

Gráfico 2 | Estimador Mensual de la Actividad Económica

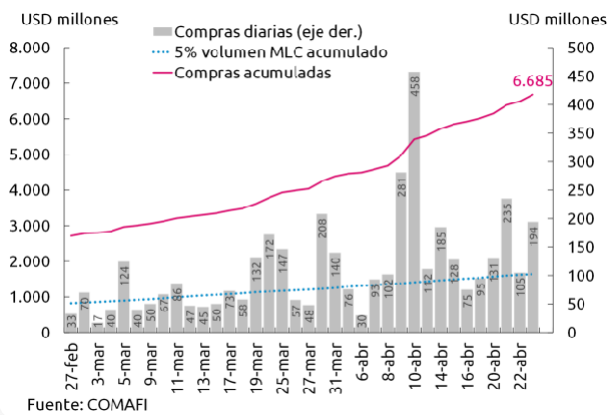


Como destacamos en el último [informe especial](#) tras nuestra visita Wall Street, a pesar de restar 18 meses para las presidenciales, los inversores offshore ya monitorean muy de cerca el pulso social y la retención del capital político del oficialismo.

Adicionalmente, y como advertimos en nuestro [Weekly #81](#), la heterogeneidad en la recuperación económica y la baja de impuestos amenaza la recaudación tributaria, lo que podría forzar al Gobierno a profundizar el ajuste fiscal, o bien, postergar la implementación de nuevas reducciones impositivas, generando mayor presión en el plano social.

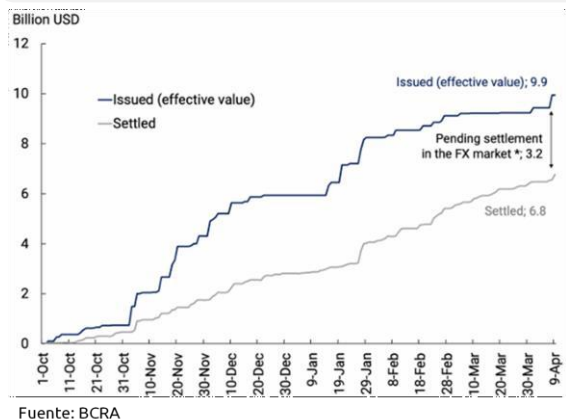
En paralelo, capitalizando el flujo de divisas, la calma cambiaria y la escasa demanda importadora, el BCRA sostiene un ritmo de compras extraordinario. En abril el promedio diario de compras de la entidad monetaria se aceleró hacia los USD 154 millones, frente a los USD 84 millones de marzo. De esta manera, registra un saldo neto positivo en el MLC superior a los USD 6.400 millones en el año.

Gráfico 3 | Compras del BCRA



Según datos recientes de la autoridad monetaria, la robusta oferta que blindó la estabilidad cambiaria se explicó, en buena medida, por la liquidación de Obligaciones Negociables (ONs). Desde oct-25, los emisores corporativos inyectaron USD 6.800 millones en el MLC (sobre un total de USD 9.900 millones emitidos). El BCRA estima que restan USD 3.200 millones pendientes de liquidación, de los cuales USD 900 millones corresponden a vencimientos de corto plazo que el *corporate* local deberá afrontar durante el segundo trimestre del año.

Gráfico 4 | Emisión y liquidación de ONs



Estrategia: La reciente dinámica cambiaria llevó al FX a retroceder 5,5% en lo que va del año, posicionando a las estrategias de *carry* en moneda local como las ganadoras de este inicio de 2026. Existieron fundamentos locales para la apreciación del peso: liquidación estacional del agro, crecimiento de los préstamos en dólares, ingreso al MLC de las emisiones de deuda corporativa HD y el propio flujo hacia activos domésticos. Es destacable además que esto ocurrió en un contexto internacional, que inicialmente era favorable para las monedas emergentes, pero se volvió particularmente adverso con el conflicto en Medio Oriente. Incluso, el BCRA acumuló reservas a un ritmo acelerado, sumando más de USD 6.400 millones desde el inicio del programa.

En las últimas semanas, el equipo económico ha mostrado un sesgo monetario más laxo, sin esterilizar vía licitaciones del Tesoro o ventas de Lelink el efecto monetario de la compra de reservas. Con la ampliación del stock de liquidez del sistema, y la flexibilización de regulaciones como la integración mínima diaria de

*Las opiniones y análisis presentados en este informe son exclusivamente del equipo de research y no reflejan necesariamente la posición oficial de la institución.

Gráfico 5 | Retorno Total Boncer en USD desde feb-26

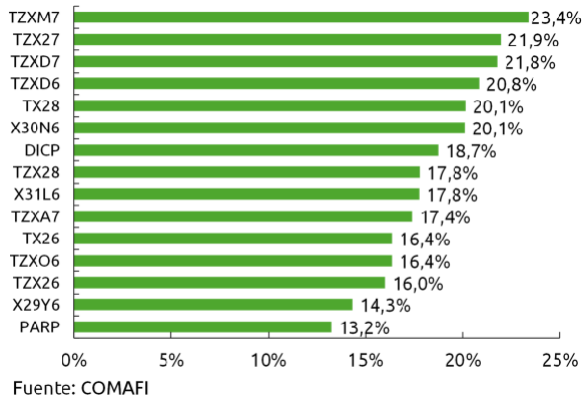


Gráfico 6 | TCR a precios actuales

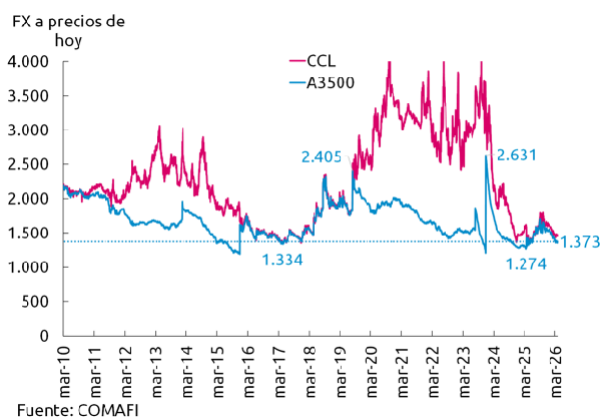
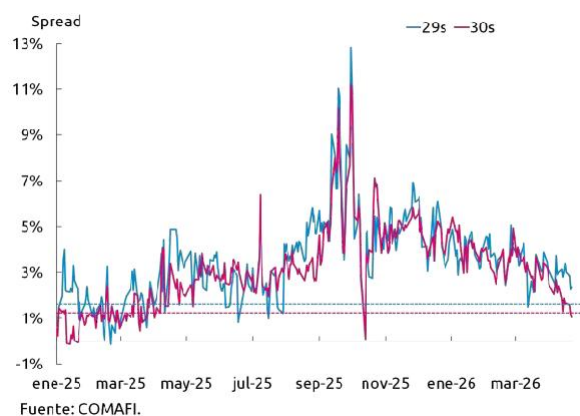


Gráfico 7 | Spread Legislación



encajes, las tasas nominales de referencia (Tamar, Badlar, Lecaps) alcanzaron mínimos de la era Milei y las tasas reales comprimieron 14 p.p. TEA en los Boncer 2026, niveles comparables con H1-24. Así, los títulos CER ofrecieron retornos totales promedio del 18% desde febrero (ver Gráfico 5).

Considerando el relativo arbitraje de las curvas CER y Tamar con nuestro escenario base y el actual nivel del TCR, comparable a mínimos de 2017 (ver Gráfico 6), nos inclinamos por una rotación hacia alternativas dolarizadas. A pesar de nuestra preferencia por cerrar posiciones en moneda local, no vemos un salto abrupto del tipo de cambio en el corto plazo mientras se liquida la cosecha gruesa.

Pasado el efecto del conflicto sobre la deuda emergente, los Globales regresaron a su situación pre-guerra, con un riesgo país en la zona de los 530 bps. Aunque los *fundamentals* locales parecen constructivos: acumulación de reservas, financiamiento garantizado por OO. II. y superávit comercial mayor al esperado; creemos que el aun incierto panorama internacional quita probabilidad a una compresión mayor del EMBI argentino. En este marco, elegimos posicionarnos en el tramo corto de la curva de Bonares, que ofrece un devengue del 8% en dólares. Nuestros top-picks son AO28 y AN29, que muestran una mayor pendiente dentro de la curva y un atractivo punto de entrada. Los otros Bonares cortos (AL29 y AL30) muestran una compresión del spread legislación, por debajo del promedio de H1-25, lo que representa una oportunidad de rotación hacia sus pares Globales (ver Gráfico 7).

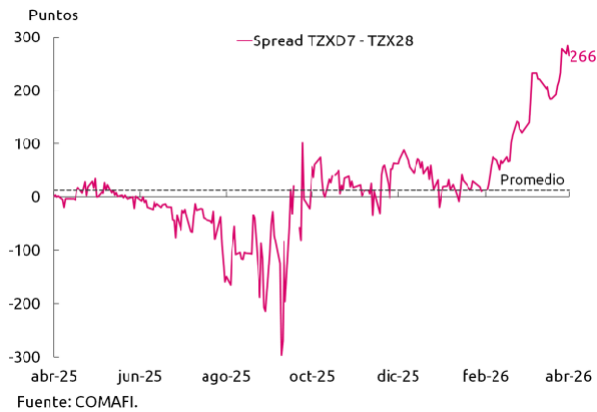
Como señalamos en el último Weekly, y en función del arbitraje entre las curvas en moneda local y nuestro escenario base, entendemos que la actual combinación de una política monetaria laxa presenta hoy mayores riesgos del lado de la inflación que de las tasas. En este contexto, dentro del universo en pesos continuamos privilegiando a los Boncer.

Cabe destacar que la reciente compresión de la curva CER llevó a las tasas reales a terreno negativo hasta abril de 2027. En un escenario donde las tasas nominales se mantengan estables y la inflación desacelere durante el segundo semestre, resulta razonable anticipar una normalización de los rendimientos reales en ese horizonte.

Bajo esta óptica, los Boncer con vencimiento en 2027 exhiben la mayor fragilidad relativa: combinan una duration superior al año con rendimientos reales inferiores al 4%, lo que deja a sus cotizaciones particularmente expuestas al riesgo de tasa real. Parte de esta dinámica podría estar amplificadas por el cambio de gobierno, que parecería haber segmentado la curva CER en dos tramos diferenciados.

*Las opiniones y análisis presentados en este informe son exclusivamente del equipo de research y no reflejan necesariamente la posición oficial de la institución.

Gráfico 8 | Spread TZXD7 - TZX28



En particular, el segmento largo, a partir de 2028, muestra rendimientos en el rango de 7%-8%, niveles que podrían interpretarse como tasas cercanas al equilibrio al compararlas con curvas de instrumentos ajustados por inflación de economías comparables. Esta segmentación se refleja con claridad en el spread de rendimientos entre TZXD7 y TZX28, actualmente en máximos de 266 bps TEA (ver Gráfico 8).

Por ello, para perfiles más agresivos que busquen sostener estrategias de *carry trade* en Boncer, sugerimos posicionarse en instrumentos del tramo largo de la curva, como TZX28, TZXS8 o DICP.

Equity	Precio	1D	5D	YTD
S&P Merval	2,832	-2.3	-3.1	-7.2
Merval (CCL)	1,913	-2.5	-4.9	-5.3
YPFD	63,950	0.6	5.2	17.1
GALICIA	6,415	-5.8	-10.0	-21.8
MACRO	11,060	-3.8	-7.1	-18.5
BBVA	7,155	-6.9	-11.1	-21.7

CEDEARS	Precio	1D	5D	YTD
SPY	52,325	-0.1	2.7	0.1
QQQ	48,100	-0.2	3.5	1.9
DIA	36,480	0.4	3.5	-0.9
VIST	34,600	2.5	6.9	41.5
MELI	22,270	-2.3	1.0	-12.9

Renta variable internacional	Precio	1D	5D	YTD
S&P 500	7,103	-0.5	0.9	3.8
NASDAQ	24,439	-0.9	1.4	5.1
DIJA	49,310	-0.4	1.5	2.6
MSCI WORLD	4,630	0.6	0.7	4.5
EURO Stoxx 50	5,895	-0.2	-0.6	1.8
NIKKEI	59,140	-0.7	-0.6	17.5
MSCI EM	62,26	-1.8	-0.3	13.8
Brasil BOVESPA	191.4	-0.8	-3.2	18.8
México BMV	68,610	-0.3	-0.7	6.7
VIX	19.37	2.4	8.0	29.6

Tasas	TNA	1D	5D	YTD
AR RIX	20.1	-0.1	0.0	-56.2
AR Caución 1D	14.6			
AR Caución 7D	20.0			
AR Caución 14D	20.1			
AR Caución 30D	20.3			
BADLAR	21.8	0.5	-0.7	-4.9
TAMAR	22.4	0.5	-0.4	
US. 2Y	3.8	2.7	5.2	35.2
US. 5Y	4.0	2.5	3.2	22.5
US. 10Y	4.3	1.8	0.9	15.3
US. 30Y	4.9	0.8	-2.0	6.9
Bund 10Y	3.0	0.1	-2.3	15.4
Japón 10Y	2.4	2.5	1.5	36.3
UK 10Y	4.9	3.0	9.2	46.0
México 10Y	9.0	12.1	4.9	-8.2
Brasil 10Y	13.7	15.8	2.1	-2.4

*Var. en bps (excepto Arg)/Tasas int. en respec. moneda

COMMODITIES	Precio	1D	5D	YTD
BRENT	106	3.7	6.4	73.8
Oro	4,705.1	-0.6	-1.7	8.4
Cobre	604	-1.4	-0.6	6.3
Soja	426.4	-0.3		12.6
Maíz	180	0.4		3.6
Trigo	225.1	2.3		20.9

Títulos en dólares	Precio	1D	5D	TIR	MD
AO27	102.1	0.0	0.1	4.9	1.41
AL29	63.3	-0.8	-0.6	7.5	1.57
AL30	63.3	-0.8	-1.0	7.7	2.01
AO28	95.5	-0.7	-0.5	8.5	2.24
AN29	95.3	-0.6	-0.5	9.0	3.04
AL35	77.3	-0.9	-1.7	9.8	5.43
AE38	80.2	-0.5	-1.6	10.0	4.66
AL41	72.5	-0.4	-1.8	9.7	5.92
GD29	64.5	-0.8	-0.7	6.2	1.60
GD30	64.2	-0.8	-1.0	6.9	2.03
GD35	79.3	-0.7	-1.1	9.3	5.46
GD38	82.7	-0.7	-1.0	9.3	4.73
GD41	73.3	-0.9	-1.4	9.5	5.95
GD46	69.8	-0.5	0.5	9.4	6.18
BPOA7	103.9	0.0	-0.9	3.8	1.19
BPOB7*	103.9	0.1	1.2	-54.9	0.02
BPOC7*	103.7	0.2	0.9	3.7	0.96
BPOD7	103.7	0.0	1.0	4.0	1.19
BPY26	36.9	-0.2	-3.1	-51.1	0.15
BPOA8*	91.9	-0.2	-0.1	8.4	1.87
BPOB8	91.2	0.0	-0.2	7.7	2.32

Precios BYMA MEP (dirty) * Put AFIP

Tipo de cambio	Precio	1D	5D	30D	YTD
A3500	1,387.7	0.7	2.6	-0.4	0.7
CCL (AL30)	1479.5	0.3	1.9	1.3	-2.7
MEP (AL30)	1424.4	0.3	1.3	0.6	-3.8
Brecha	6.6	7.0	7.3	4.9	

Monedas	Precio	1D	5D	30D	YTD
DX Y	98.8	0.2	0.6	-0.2	0.5
EUR	1.2	-0.2	-0.8	0.6	-0.5
GBP	1.3	-0.3	-0.5	0.3	-0.1
JPY	159.7	-0.2	-0.4	-0.8	-1.9
CNH	6.8	-0.1	-0.2	0.7	2.1
MXN	17.4	-0.5	-1.0	2.1	3.3
BRL	5.00	-0.8	-0.2	4.6	9.4

* Las variaciones son de la moneda por unidad de dólar.
Es decir, suba=apreciación y baja=depreciación.

Contrato	Precio	1D	5D	TNA	Deval.
abr-26	1,397	0.9	2.2	18.7	0.4
may-26	1,420	1.0	2.3	20.0	1.6
jun-26	1,448	1.0	2.4	21.6	2.0
jul-26	1,478	1.1	2.4	22.8	2.1
ago-26	1,506	1.1	2.4	23.0	1.9
sep-26	1,535	1.1	2.3	23.4	1.9
oct-26	1,565	1.0	2.3	23.9	2.0
nov-26	1,596	1.0	2.3	24.1	1.9
dic-26	1,623	0.9	2.1	24.1	1.7
ene-27	1,653	0.9	1.8	24.4	1.8
feb-27	1,683	0.8	1.8	24.7	1.8
mar-27	1,715	0.8	2.1	24.8	1.9

Tasa fija	Precio	1D	5D	Vto.	TNA	MD
S30A6	127.1	0.0	0.4	30/4/2026	20.4	0.0
S15Y6	103.8	0.0	0.4	15/5/2026	23.1	0.0
S29Y6	129.2	0.0	0.3	29/5/2026	23.1	0.1
T30J6	138.8	0.0	0.2	30/6/2026	23.8	0.1
S17L6	102.2	-0.2	0.2	17/7/2026	24.3	0.2
S31L6	110.3	-0.3	0.1	31/7/2026	24.8	0.2
S14G6	100.4	-0.1		14/8/2026	24.7	0.2
S31G6	117.0	-0.3	0.2	31/8/2026	24.4	0.3
S30S6	105.9	-0.5	0.2	30/9/2026	25.2	0.3
TO26	95.6	-0.5	-0.1	19/10/2026	26.0	0.4
S30O6	120.0	-0.1	0.8	30/10/2026	24.6	0.4
S30N6	112.4	-0.4	0.4	30/11/2026	25.8	0.5
T15E7	135.3	-0.6	0.9	15/1/2027	26.3	0.6
T30A7	122.6	-0.4	0.6	30/4/2027	27.9	0.8
T31Y7	115.7	-0.3	0.8	31/5/2027	28.2	0.9
T30J7	117.4	-0.8	0.7	30/6/2027	27.9	0.9
Ty30P	120.1	-0.7	-1.3	30/5/2030	42.1	2.2

TNA plazo remanente. Precios BYMA DLyDLK con Px en miles.

Tasa variable	Precio	1D	5D	Vto.	TIR	MD
TTJ26	155.4	-0.2	0.2	30/6/2026	28.1	0.1
M31G6	119.2	-0.3	0.3	31/8/2026	28.1	0.3
TTS26	154.9	-0.1	0.5	15/9/2026	27.3	0.3
TTD26	154.0	-0.2	0.3	15/12/2026	27.7	0.5
TMF27	110.7	-0.1	1.3	26/2/2027	24.6	0.7
TMF28	103.5	-1.0		25/2/2028	26.9	1.4

* Duales Fija/Tamar y Letam con TIR proyectada según Esc Base.

CER	Precio	1D	5D	Vto.	TNA	MD
X15Y6	106.6	0.0	0.4	15/05/26	-13.1	0.1
X29Y6	115.5	0.0	0.4	29/05/26	-14.2	0.1
TXZ26	377.8	-0.1	0.2	30/06/26	-10.3	0.2
X31L6	110.8	0.0	0.1	31/07/26	-8.1	0.3
TXZO6	157.5	-0.4	0.5	30/10/26	-3.6	0.5
X30S6	105.7	-0.7	-0.2	30/09/26	-4.1	0.5
TX26	1,351.0	-0.1	0.4	09/11/26	-3.6	0.3
X30N6	114.3	-0.5	0.7	30/11/26	-2.5	0.6
TXXD6	277.6	-0.4	0.8	15/12/26	-2.1	0.7
TXXM7	208.4	0.0	1.3	31/03/27	-1.5	0.9
TXXA7	113.0	0.0	0.9	30/04/27	0.7	1.0
TXXY7	111.1	0.1	0.8	31/05/27	1.1	1.1
TXZ27	364.3	-0.7	0.5	30/06/27	1.4	1.2
TXXS7	99.1	-0.3	0.8	30/09/27	2.5	1.4
TXXD7	256.6	-0.6	0.8	15/12/27	4.0	1.6
TXZ28	322.6	-0.2	0.7	30/06/28	6.5	2.1
TXXS8	86.2	-0.6	0.0	29/09/28	7.4	2.3
TX28	1,965.0	-0.8	0.4	09/11/28	3.4	1.2
DICP	50,390.0	-0.3	0.6	30/12/33	7.4	3.2
PARP	33,645.0	-0.6	-1.3	31/12/38	8.3	6.7

Dollar-linked	Precio	1D	5D	Vto.	TNA	MD
D30A6	138,750.0	0.8	2.4	30/04/26	0.9	0.0
D30S6	141,000.0	0.9	2.2	30/09/26	-3.6	0.5
TZV26	138,650.0	0.4	1.8	30/06/26	0.5	0.2
TZV27	133,110.0	1.0	2.1	30/06/27	3.6	1.2
TZV28	117,300.0	-0.1	1.6	30/06/28	8.0	2.0

CENTRO DE CONTACTO

Dirección:

Bloc Office Hub, Santa
María Business District, piso 7,
Ciudad de Panamá, Panamá

Teléfono:

+507 277-8628

Email:

info@cip-trading.com

Website:

www.cip-trading.com/

LinkedIn:

www.linkedin.com/cip-trading

Aviso legal

Este documento ha sido elaborado con fines exclusivamente informativos y educativos. Su contenido refleja análisis económicos y de mercado dirigidos a clientes institucionales calificados, sin constituir en ningún caso una oferta, recomendación, invitación o solicitud para la compra, venta o suscripción de valores, instrumentos financieros o decisiones de inversión.

La información contenida en este informe proviene de estimaciones propias, así como de fuentes externas consideradas confiables y de acceso público. No obstante, no se garantiza su exactitud, integridad ni actualidad. C.I.P Trading no asume responsabilidad alguna por decisiones tomadas en base a este documento ni por los resultados derivados del uso de su contenido.

Este informe no sustituye el asesoramiento profesional independiente que cada destinatario debe obtener conforme a sus necesidades, perfil de riesgo y objetivos financieros. La distribución de este documento puede estar sujeta a restricciones legales en ciertas jurisdicciones. Es responsabilidad del receptor asegurarse de cumplir con las normativas locales aplicables.